PRB 00-21E

Library of Parliament
Bibliothèque du Parlement

THE POLITICAL ECONOMY OF MONETARY INTEGRATION: LESSONS FROM EUROPE FOR CANADA - CONFERENCE REPORT

Marc-André Pigeon
Economics Division

20 October 2000

PARLIAMENTARY RESEARCH BRANCH
DIRECTION DE LA RECHERCHE PARLEMENTAIRE

The Parliamentary Research Branch of the Library of Parliament works exclusively for Parliament, conducting research and providing information for Committees and Members of the Senate and the House of Commons. This service is extended without partisan bias in such forms as Reports, Background Papers and Issue Reviews. Research Officers in the Branch are also available for personal consultation in their respective fields of expertise.

N.B. Any substantive changes in this publication which have been made since the preceding issue are indicated in **bold print**.

CE DOCUMENT EST AUSSI PUBLIÉ EN FRANÇAIS

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHEQUE DU PARLEMENT

101-06483/

TABLE OF CONTENTS

Page

THE CASE FOR A NAMU 3

THE UNDERLYING THEORY: MUNDELL'S OPTIMUM CURRENCY AREA 4

THE CASE AGAINST A NAMU 5

A CLOSER LOOK AT THE EUROPEAN EXPERIENCE:
ANALYSIS FROM THE CONFERENCE 6

CONCLUSION 11

REFERENCES 13

CANADA

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHÈQUE DU PARLEMENT

A REPORT FROM A CONFERENCE ON THE POLITICAL ECONOMY OF MONETARY INTEGRATION: LESSONS FROM EUROPE FOR CANADA

If all goes as planned, the French Franc, the German Mark and the Italian Lira (among others) will virtually disappear from day-to-day use by the middle of 2002, closing at least one chapter in the long history of European nationalism. At that point, the Euro will become *the* medium of exchange for the 11 countries that make up the Economic and Monetary Union (EMU).[1] This means that the Euro will be used to pay salaries, fund social programs, and buy goods and services throughout the Euro-11.[2] The road to 2002 has not been easy. Since its inception in January 1999, the Euro has fallen roughly 27% (see Figure 1) against the U.S. dollar, defying the predictions of most economists and observers who thought the strict conditions laid out in the Stability and Growth Pact, as well as the more general edicts in the Maastricht Treaty, would ensure a strong currency.[3] Indeed, most recent academic research suggests the Euro is at least 15% cheaper than it should be.[4]

Despite the less-than-stellar performance of the Euro so far, some prominent Canadian economists have suggested that Canada, the United States and Mexico pursue a similar path. Thomas Courchene of Queen's University and Richard Harris of Simon Fraser University (1999), for example, have argued in favour of a North American Monetary Union (NAMU) and some prominent politicians have said they would not dismiss the idea out of hand.

---

(1) The EMU acronym is frequently and mistakenly thought to mean European Monetary Union. Note also that France, Germany and Italy have the biggest economies of the Euro-11. Other countries involved in the currency union include Austria (Schillings), Belgium (Franc), Finland (Markka), Ireland (Punt), Luxembourg (Franc), Netherlands (Guilders), Portugal (Escudo), and Spain (Pesetas). The European Union includes 15 countries. Four have opted out of the Economic and Monetary Union. They are Sweden, Denmark, Norway and the U.K.

(2) Foreign-exchange and money-market transactions are already conducted in Euros.

(3) These conditions include a provision forbidding deficits in excess of 3% of GDP and requiring a debt-to-GDP ratio of less than 60%.

(4) See, for example, an investigation by Deutsche's Bank Research (2000).

BIBLIOTHEQUE DU PARLEMENT

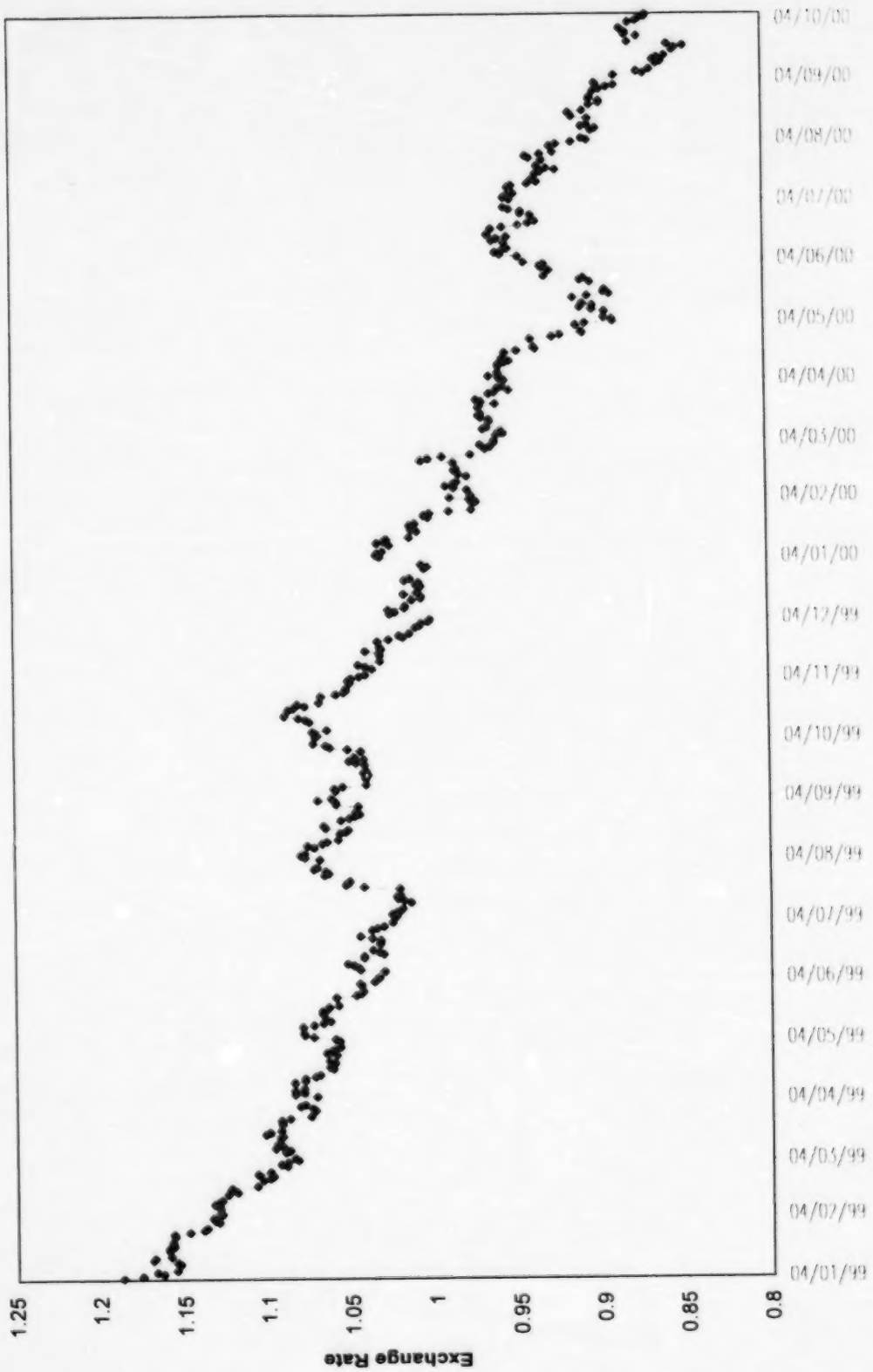


Figure 1: Daily Exchange Rates : U.S. Dollars per Euro

THE CASE FOR A NAMU

Before considering the various arguments presented at the conference on the Political Economy of Monetary Integration: Lessons from Europe for Canada, held in Ottawa in September 2000, it is worth briefly revisiting the key elements of the Thomas Courchene and Richard Harris argument. It hinges on two key propositions.

- First, that a flexible exchange-rate regime has *not* served Canada well, contrary to statements by Bank of Canada Governor Gordon Thiessen and other prominent economists. In fact, they suggest that flexible exchange-rate regimes are plagued by a tendency for currencies to "overshoot" their long-run purchasing power parity rate and to be consequently "misaligned" relative to the economic and financial fundamentals.[5] This imposes severe and distortionary costs.
- Second, Canada must seek a NAMU now or suffer the consequences of creeping dollarization, a process they argue is already well underway and that would not prove so advantageous to Canada.[6]

Courchene and Harris outline three key benefits that might flow from a currency union similar to Europe's.

- First, a currency union would eliminate some of the uncertainty inherent in a flexible exchange-rate regime. Uncertainty is costly to firms because it forces them to adopt complicated and sometimes risky hedging strategies. They have to hire university graduates with doctorates in public finance and mathematics to ensure that abrupt changes in currencies do not cause losses on otherwise sound investments. Currently, firms wishing to avoid these risks and costs would tend to favour investments in the United States. Furthermore, Courchene and Harris suggest that the misalignment of the Canadian dollar (because of the flexible exchange rate) has distorted price signals and consequently sheltered many Canadian

(5) In other words, we are always in disequilibrium and so our relative prices are more often than not, wrong.

(6) Little evidence is offered to support this position. In fact, Laidler and Poschmann (2000, p. 9, quoted by Spotton Visano, p. 10) argue that the degree of dollarization today is roughly where it was in the 1970s.

exporting firms, which has also hurt Canadian productivity. In other words, the flexible exchange rate has so distorted prices that firms have made bad long-term investment decisions. Similarly, Canadian firms would no longer have to worry about losing workers to the United States because they cannot afford to pay U.S. dollar salaries.

- Second, moving away from a floating exchange rate towards a NAMU-type arrangement would reduce transaction costs associated with converting one currency into another. Similarly, a currency union would reduce the (menu) costs associated with publishing financial results in two currency "languages."
- Third, a fixed exchange rate or NAMU regime would encourage wage and price flexibility much as is starting to happen in Europe. In other words, demand and supply shocks would no longer be absorbed by the exchange rate but by wages and prices "as firms and workers become more conscious of their competitive positions in North America" (Courchene and Harris, Introduction: "Main Findings," 1999).[7]

THE UNDERLYING THEORY: MUNDELL'S OPTIMUM CURRENCY AREA

Most of the arguments in favour of NAMU or, for that matter, any notion of a common currency, rest on the work of Robert Mundell, who earned a Nobel prize in part for his "optimal currency area" (OCA) theory. At its core, this theory says that OCAs should have high labour and capital mobility, a high degree of product market integration, and a synchronized business cycle both in timing and amplitude. In other words, there should *already* be strong economic linkages in the area under consideration. In his original 1961 paper, Mundell proposed a two-currency area for Canada and the U.S.: one linking eastern Canada with the eastern U.S. and another linking western Canada with the western United States. The Courchene and Harris argument falls back on a similar observation, namely that Canada's economic links are increasingly (much more so than in the 1960s) north-south rather than east-west.[8]

---

(7) What is known is that if the currency does not absorb the shock, the real sector must. What we are not sure about is the extent to which the shock will be absorbed by prices or by output.

(8) These arguments ultimately rest on the standard, textbook analysis that places primacy on money's medium of exchange role and that posits, consequently, the long-run neutrality of money.

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHEQUE DU PARLEMENT

Alain Parguez, a conference participant and professor at the University of Bourgogne in France, argued that the OCA argument has even deeper theoretical roots. The 19th century economist Karl Menger argued that the choice of the medium of exchange occurred historically without any intervention by government. In straightforward terms, everyone eventually realized it was in their own best interest to adopt a common currency to minimize transaction costs. The existence of many currencies, in other words, is costly. Economic efficiency demands a single currency which a free market will provide. This is the historical and, indeed, theoretical foundation for Mundell's theory.

THE CASE AGAINST A NAMU

A number of prominent Canadian economists – including David Laidler (1999) and John McCallum (2000) – have come out against the NAMU proposal, arguing in essence that the existing flexible exchange-rate system has served Canada well. They have two arguments.

- Their basic argument is that a floating exchange rate helps cushion the economy from adverse economic shocks such as an increase in oil prices or a financial crisis such as the Asian debacle in 1997-1998. Absent this kind of currency system, a negative shock would quickly and painfully translate into higher unemployment and reduced output, assuming some sort of wage "stickiness." Wage rigidity theory says that workers rarely accept cuts in their nominal wages although they may allow inflation to erode the real value of their wages. They may, in other words, suffer from some kind of monetary illusion where they allow themselves to be fooled into thinking that their income has not changed when in fact it has in real terms. Alternatively, they may be more concerned with their relative place in society. In that case, workers may be willing to accept a real-wage cut brought on by a generalized price increase for a purely rational reason: Everyone is affected in roughly the same way so that there is no relative loss of social standing, especially in one's more immediate peer group. A nominal wage cut, however, will generally worsen one's relative

position in a peer group.[9] If wages are not sticky, than money wages and prices bear the full brunt of the shock and this could have consequences for demand, again implying slower output and higher unemployment.[10]

- Their second argument, complementary to this first one, says that the Canadian economy is in fact quite different than that of the United States because much of Canada's output comes from the commodity sector and must be exported because of insufficient internal demand. The U.S., on the other hand, suffers from a chronic excess of demand and insufficient exports. This suggests, says Laidler (quoted by Spotton Visano, p. 11) that "the real Canada-U.S. exchange rate, the relative value of a representative Canadian-produced bundle of goods and services in terms of its U.S. counterpart, must change, regardless of the regime governing the behaviour of the nominal exchange rate." In other words, given the different natures of the U.S. and Canadian economies, a shared currency cannot be justified economically.

A CLOSER LOOK AT THE EUROPEAN EXPERIENCE: ANALYSIS FROM THE CONFERENCE

Interestingly, the EMU has gone ahead despite a general consensus that the EMU-11 do not, in fact, meet the OCA criteria.[11] U.S. economist Thomas Palley, of the AFL-CIO (a large U.S. union), argued at the conference that pursuing monetary union and especially the so-called "Harmonized Index of Consumer Prices" (HICP) inflation target of 2% – given the lack of an OCA – could therefore prove costly especially to workers, who would bear the brunt

---

(9) This argument is obviously closely tied to notions of fairness and social standing. George Akerlof and Janet Yellen explored this issue in a seminal 1990 article from the *Quarterly Journal of Economics* called "The Fair Wage Effort Hypothesis and Unemployment."

(10) This can be seen by remembering that debt is valued in nominal terms. In other words, a $100 debt before the economic shock is still a $100 debt after the shock. If the shock is a deflationary one (like the Asian financial crisis), then people will find it harder to pay off their debts and consequently will have to devote a greater portion of their income to debt repayment instead of consumption. The "real value" of their debt, in other words, will have increased. This can be seen by remembering that real debt is simply debt/price: a fall in prices increases this ratio; the converse is true for an inflationary shock.

(11) See Tamim Bayoumi and Barry Eichengreen, "Shocking Aspects of European Monetary Unification," F. Giavazzi and F. Torres, eds., *The Transition to Economic and Monetary Union in Europe*, New York: Cambridge University Press, 1993.

of this policy in the form of even higher unemployment. The thrust of his argument is that monetary policy can have dramatically different effects across regions because these regions are not well integrated.[12] Later in his paper, Palley presented some new empirical tests for evaluating whether a region really is an OCA. Much like Mundell and Courchene and Harris, he found some evidence suggesting that Canada and the United States are a good fit. Palley did not, however, conclude from this that currency union is a good idea for Canada. His objection boils down to concerns about the reduced scope for fiscal policy, a view echoed by many at the conference.

Stephanie Bell, a professor at the University of Missouri at Kansas City, was equally concerned about the loss of fiscal manoeuvring room implicit in a currency union. She suggested that adopting the EMU – and, by implication, the NAMU – was tantamount to driving the economy without a steering wheel. The thrust of her argument is that the EMU effectively robs nation-states of their fiscal power with or without the limitations on deficit-financing or debt-to-equity ratios imposed by agreements such as the Maastricht Treaty and the Growth and Stability Pact. Her reasoning is straightforward: because national central banks are no longer permitted to issue treasury bonds on behalf of their governments and because the European Central Bank (ECB) is not allowed to directly or indirectly monetize government debt, governments that want to deficit spend have no choice but to float bonds on the capital market, where they must compete with the financing needs of private borrowers. "It may well be that financial markets – if they can price risk correctly – will be able to impose discipline by constraining public spending without the need for penalties for fiscal violations" (Bell, p. 21). The corollary to this argument, of course, is that nation-state debt (in the Euro-11) will no longer be considered default-risk-free, as is currently the case for the United States, Canada and other

(12) To understand Palley's argument, it might be useful to use an analogy. Consider a teacher facing a single classroom with many students, all of different abilities. If the teacher teaches at too high a level, then the weaker students suffer. Likewise, if the teacher makes the material too easy, then the best students find themselves bored with too much time on their hands. The first scenario is analogous to a high interest rate environment that hurts the poor and increases unemployment. The second is analogous to a low interest rate environment that is inflationary. Of course, the different students and their abilities is analogous to the very different nature of the Euro-11 economies and their relative unemployment rates.

major countries who can, as a last resort, always repay their debt simply by "printing money."[13] The end result is that Euro-11 countries with high debt-to-equity ratios will likely face higher interest rates when they borrow and, consequently, have less scope for fiscal policy. The implications for Canada are clear: any attempt to adopt a system similar in structure to the EMU will effectively reduce the Canadian government's room to adopt independent and cost-effective fiscal policy.

Marcello de Cecco, a professor from the Università di Roma "La Sapienza," looked at the Euro from an historical geo-political perspective, noting that Germany, France and (Northern) Italy form the core of Europe's industrial base and are the driving force behind the Euro zone. This area – whose economic might rivals that of the United States and Japan – has been largely driven by an export-oriented economy much like Japan. To some extent, this orientation was set in motion by the U.S., which guaranteed access to its market (and hence aggregate demand) after World War II as part of a broader attempt to stabilize the area (again, a similar policy was pursued with Japan). Relying on this historically rooted analysis, de Cecco accurately predicted at the outset that the Euro would lose value against the U.S. dollar if only out of necessity: Euro-11 politicians would make the appropriate noises – pressured by their respective manufacturing sectors – to drop the Euro's value because internal demand simply couldn't keep up with output. At the same time, the U.S. Federal Reserve has effectively assured a strong dollar by keeping (relative) interest rates high. The implications of de Cecco's argument for Canada are somewhat less clear, although Canada is highly reliant on its exports to the U.S. market. Still, de Cecco, like Bell, was concerned about the lack of fiscal control under a currency union and did not advocate such a system for Canada.

Simon Fraser University professor James Dean suggested that Canada is a poor candidate for dollarization based on his analysis of the "*de facto*" dollarization taking place in Latin America. He believes that Latin America should move to dollarize "*de jure*" (i.e., legally) for four principle reasons, none of which apply to Canada.

- Although most Latin American countries have putatively flexible exchange rates, real exchange rates almost never depreciate because exchange-rate fluctuations quickly translate

(13) Of course, any country that resorted to this act ("printing money") might lose credibility in the international financial community because the "real" value of its repayments could be very small if the repayment sparked inflation and caused the exchange rate to depreciate.

into higher domestic prices. This is due, at least in part, to cost-of-living adjustments (COLAs – or wage indexation) built into the wage structure of many Latin American countries. Exchange-rate policy is therefore impotent.

- Nominal exchange-rate depreciation (one of the key advantages of a flexible rate) have become too dangerous because of the large amounts of dollar-denominated debts held by residents of those countries.
- Informal use of U.S. cash is so widespread that it may be virtually impossible – short of draconian government action – to revert to a national currency. This is at least in part the result of so-called "network externalities," a term that captures the idea that frequent and public use of the dollar by some people makes it more generally accepted by others.
- *De facto* dollarization increases the currency risk premium on Latin American interest rates, at least in part because so many debts are denominated in U.S. dollars and the government has limited ability to pay these debts.

According to Dean, Canada faces none of these problems, at least to any serious degree. He explains his position by offering four arguments.

- First, use of the U.S. dollar in day-to-day transactions is very low in Canada compared with Latin American countries. Canada also does not have the same degree of wage indexation as Latin America, and the Bank of Canada has taken measures to keep inflation subdued.
- Second, although Latin American countries find it difficult if not impossible to sell bonds denominated in their domestic currencies, the same is not true in Canada.
- Third, although Canadian banks are net debtors in U.S. dollars, Canadian firms and banks generate significant U.S. revenues. Also, bank balance sheets tend to be much better managed than those of their Latin American counterparts. In other words, they have no difficulty meeting their commitments and are relatively immune to dramatic changes in the currency.
- Fourth, and more importantly, although Latin American interest rates are generally higher than in the U.S. because of a risk premium, Canadian interest rates have been lower than in the U.S. for quite some time. In other words, Canada still has room to conduct independent monetary and fiscal policy.

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHEQUE DU PARLEMENT

Parguez, for his part, looked at what a NAMU would mean in concrete terms. He asked, for example, how would Canadian dollars and Mexican pesos be converted into U.S. dollars? (Parguez argued that the U.S. is unlikely to abandon its currency, which means that Canada and Mexico would have to dollarize). How would the new central bank allocate the money supply between the three countries? What are the institutional consequences of NAMU? Drawing on his knowledge of Europe's move to the EMU, Parguez argued that Canadian dollars and Mexican pesos would probably be converted into U.S. dollars based on the average (or long-run) exchange rate since the NAFTA established a *de facto* economic union between the three nations. Canadians and Mexicans would lose out on this conversion to the extent that their currencies have been under-valued relative to that of the United States.[14]

Philip Arestis (South Bank University, UK) evaluated competing theories behind the Euro's dramatic decline since its inception in 1999 (see Figure 1). Arestis and his co-authors (see references section) dismissed arguments claiming the Euro's decline (15% away from its purchasing power parity, according to research by Deutsche Bank Group) is due to short-term circumstances that amount to little more than "bad luck." History, they argue, shows underlying and identifiable causes for these deviations. Others have suggested that interest-rate differentials explain the Euro's fall. However, a closer analysis of the data shows that the real-interest rate differential has remained roughly constant since January 1999. They conclude that most of the decline is probably due to long-term investment flows out of Europe because of the better returns offered in the fast-growing U.S. economy. These flows stem, at least in part, from a lack of confidence in the Euro which is in turn rooted in weaker European fundamentals (higher unemployment, larger debts, etc.). Unlike most commentators, however, Arestis does not conclude from this that Europe must weaken its labour market institutions and pursue more strict financial requirements (debt-to-GDP ratios, etc.). Rather, Europe is lacking what the U.S. has in spades, namely aggregate demand (albeit driven by record levels of consumer indebtedness). To achieve this will require, he argues, coordinated fiscal and monetary policies that are almost impossible to work out under the current system, with its divorced political institutions (working at the national level) and monetary institutions (working at the supra-national level).

(14) Recall that this is a key element in the Courchene and Harris argument.

BIBLIOTHEQUE DU PARLEMENT

John Smithin (York University) and Markus Marterbauer (Austrian Institute of Economic Research) developed a model for a small open economy in a monetary union which showed that, given certain assumptions and the limitations imposed by the various European treaties, the scope for independent fiscal policy is much reduced. Under the Euro-11, "only differences in tax rates would allow for differences in expenditures rates" (Smithin and Marterbauer, p. 22). All other things being equal, their model shows that taxes can be higher in country A than in country B given higher productivity, higher expected prices and lower after-tax profit rates, nominal interest rates and after-tax wages. Given that nominal interest rates are set supra-nationally, this means that small open economies within a currency union can only increase taxes (and hence expenditures) through higher productivity and expected inflation or lower after-tax wages. Offsetting these possibilities, however, will be competitive pressure towards harmonized tax rates. A textbook analysis suggests that tax rates will fall for the most mobile factors (capital, highly skilled labour) and rise for the least mobile (less-skilled labour). The end result is, again, that labour bears the brunt of the move towards currency union. Again, the Smithin and Marterbauer argument hinges on the notion that the Euro-11 do not, in fact, meet the criteria for an OCA. In other words, although labour may be perfectly mobile in law, it is not in fact (due to language barriers, attachment to home, imperfect information, etc.).

Finally, Brenda Spotton Visano addressed the question of how technology might affect existing and future currency unions. More explicitly, she wonders whether technology has severed the (presumed) transmission mechanism from monetary policy to the real economy. "Recent advances in capital market structures and process suggest the potential of a real threat to central bank monopoly over the clearing of final settlements balances – a monopoly that is critical to any known story of monetary authority influence." In other words, rapid technological change – which may permit a private clearing system to operate without a central bank – could render the whole idea of a monetary union and, for that matter, central banks other than the U.S. Federal Reserve, obsolete.

CONCLUSION

Virtually all of the authors at the conference offered evidence and arguments suggesting monetary union with the United States and Mexico may not be in the best interest of a sovereign Canada, especially one intent on pursuing independent fiscal and monetary policy.

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHEQUE DU PARLEMENT

Although few disputed the presumed benefits of a monetary union (reduced uncertainty and transaction costs), most downplayed the size of these benefits, especially relative to the costs that might follow from a loss of control over domestic economic policy. Indeed, some commentators were not convinced that Europe or North America constitute OCAs. Some even suggested that the U.S. cannot logically be considered an OCA given the vast economic differences that exist between its western (entertainment, high-technology, and aircraft manufacturing) and eastern regions (industrial and financial centres), not to mention its northern (large-scale wheat, canola and dairy agriculture, some industrial base) and southern areas (agriculture, oil and gas). If anything, these differences were even more pronounced when the U.S. dollar first came onto the scene. The existence of a single currency in the United States and in most countries speaks to the fact that geo-political and historical factors are and will probably continue to be necessary conditions for a successful and strong currency. Indeed, most authors stressed that the great failing of the Euro has been the way it divorces the political from the economic. The only workable Euro solution, it seems, might be one that takes the process a step further by moving the political process – and not just the monetary and economic process – to a supra-national level. The same is true, they argue, for Canada.[15]

(15) Some commentators noted that this may account for the Bloc Québécois' support of NAMU proposals.

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHEQUE DU PARLEMENT

REFERENCES

Conference Papers:

- Arestis, Philip, Iris Biefang-Frisancho Mariscal, Andrew Brown and Malcolm Sawyer. "The Cause of Euro Instability." 2000.
- Bell, Stephanie. "Common Currency Lessons from Europe: Have Member States Forsaken their Economic Steering Wheels?" 2000.
- Dean, James. "Why Ecuador is Ripe for Dollarization, but not Canada." 2000.
- De Cecco, Marcello. "The Euro: A Preliminary Assessment." 2000.
- Palley, Thomas I. "Monetary Policy in Imperfect Currency Unions: Lessons for the European Central Bank." 2000.
- Parguez, Alain. "The Theory and Practice of European Monetary Integration: Lessons for North America." 2000.
- Smithin, John and Markus Marterbauer. "Fiscal Policy for the Small Open Economy under Currency Union." 2000.
- Spotton Visano, Brenda. "Electronic Finance and Exchange Rate Regimes: Industry Changes and the Question of a Single North American Currency." 2000.
- Vernengo, Matias and Louis-Philippe Rochon. "Does NAFTA Need a Common Currency: An American Perspective." 2000.

Other References:

Beauchene, Eric. "Alliance Adds Single Currency to Debate." *The Ottawa Citizen*. Wednesday, 18 October 2000.

Courchene, Thomas J. and Richard G. Harris. "From Fixing to Monetary Union: Options for North American Currency Integration." C.D. Howe Institute. 1999.

Laidler, David. "The Exchange Rate Regime and Canada's Monetary Order." Bank of Canada Working Paper 99-7. 1999.

Laidler, D. and F. Poschmann. "Leaving Well Enough Alone: Canada's Monetary Order in a Changing International Environment." C.D. Howe Institute. 2000.

McCallum, John. "Engaging the Debate: Costs and Benefits of a North American Common Currency." *Current Analysis* (Royal Bank of Canada). 2000.

PRB 00-21F

Library of Parliament / Bibliothèque du Parlement

L'ÉCONOMIE POLITIQUE DE L'INTÉGRATION MONÉTAIRE : LES ENSEIGNEMENTS DE L'EXPÉRIENCE EUROPÉENNE POUR LE CANADA - COMPTE RENDU D'UNE CONFÉRENCE

Marc-André Pigeon
Division de l'économie

Le 20 octobre 2000

PARLIAMENTARY RESEARCH BRANCH
DIRECTION DE LA RECHERCHE PARLEMENTAIRE

La Direction de la recherche parlementaire de la Bibliothèque du Parlement travaille exclusivement pour le Parlement, effectuant des recherches et fournissant des informations aux parlementaires et aux comités du Sénat et de la Chambre des communes. Entre autres services non partisans, elle assure la rédaction de rapports, de documents de travail et de bulletins d'actualité. Les attachés de recherche peuvent en outre donner des consultations dans leurs domaines de compétence.

N.B. Dans ce document, tout changement d'importance fait depuis la dernière publication est indiqué en **caractère gras.**

THIS DOCUMENT IS ALSO PUBLISHED IN ENGLISH

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHÈQUE DU PARLEMENT

TABLE DES MATIÈRES

Page

LES ARGUMENTS EN FAVEUR D'UNE UMNA 3

LA THÉORIE SOUS-JACENTE : LES ZONES MONÉTAIRES OPTIMALES DE MUNDELL 4

LES ARGUMENTS CONTRE UNE UMNA 5

L'EXPÉRIENCE EUROPÉENNE VUE DE PLUS PRÈS : ANALYSE DES CONFÉRENCIERS 7

CONCLUSION 13

BIBLIOGRAPHIE 14

CANADA

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHÈQUE DU PARLEMENT

L'ÉCONOMIE POLITIQUE DE L'INTÉGRATION MONÉTAIRE : LES ENSEIGNEMENTS DE L'EXPÉRIENCE EUROPÉENNE POUR LE CANADA COMPTE RENDU DE CONFÉRENCE

Si tout se déroule comme prévu, le franc français, le mark allemand et la lire italienne (entre autres) disparaîtront quasiment des transactions quotidiennes vers le milieu de 2002, fermant un chapitre au moins de la longue histoire du nationalisme européen. L'euro deviendra alors *le* seul moyen de paiement dans les onze pays qui constituent l'Union économique et monétaire (UEM)[1]. C'est en euros donc que seront versés les salaires, financés les programmes sociaux et achetés les biens et services dans le groupe Euro-11[2]. L'adoption de l'euro ne se fait pas sans heurts. Depuis sa création en janvier 1999, cette monnaie a perdu 27 p. 100 de sa valeur (voir figure 1) par rapport au dollar américain, contredisant les prédictions de la plupart des économistes et observateurs, selon lesquels les strictes conditions établies dans le Pacte de stabilité et de croissance ainsi que les critères plus généraux du Traité de Maastricht en assureraient la robustesse[3]. De fait, selon la plupart des travaux de recherche universitaires récents, le cours de l'euro est inférieur de 15 p. 100 au moins à ce qu'il devrait être[4].

Malgré la piètre tenue de l'euro jusqu'ici, d'éminents économistes canadiens ont proposé que le Canada, les États-Unis et le Mexique emboîtent le pas à l'Europe. M. Thomas Courchene, de l'Université Queen's, et M. Richard Harris, de l'Université Simon Fraser (1999), par exemple, se sont prononcés en faveur d'une union monétaire nord-américaine (UMNA), et certains politiciens de premier plan ont déclaré ne pas rejeter d'emblée l'idée.

---

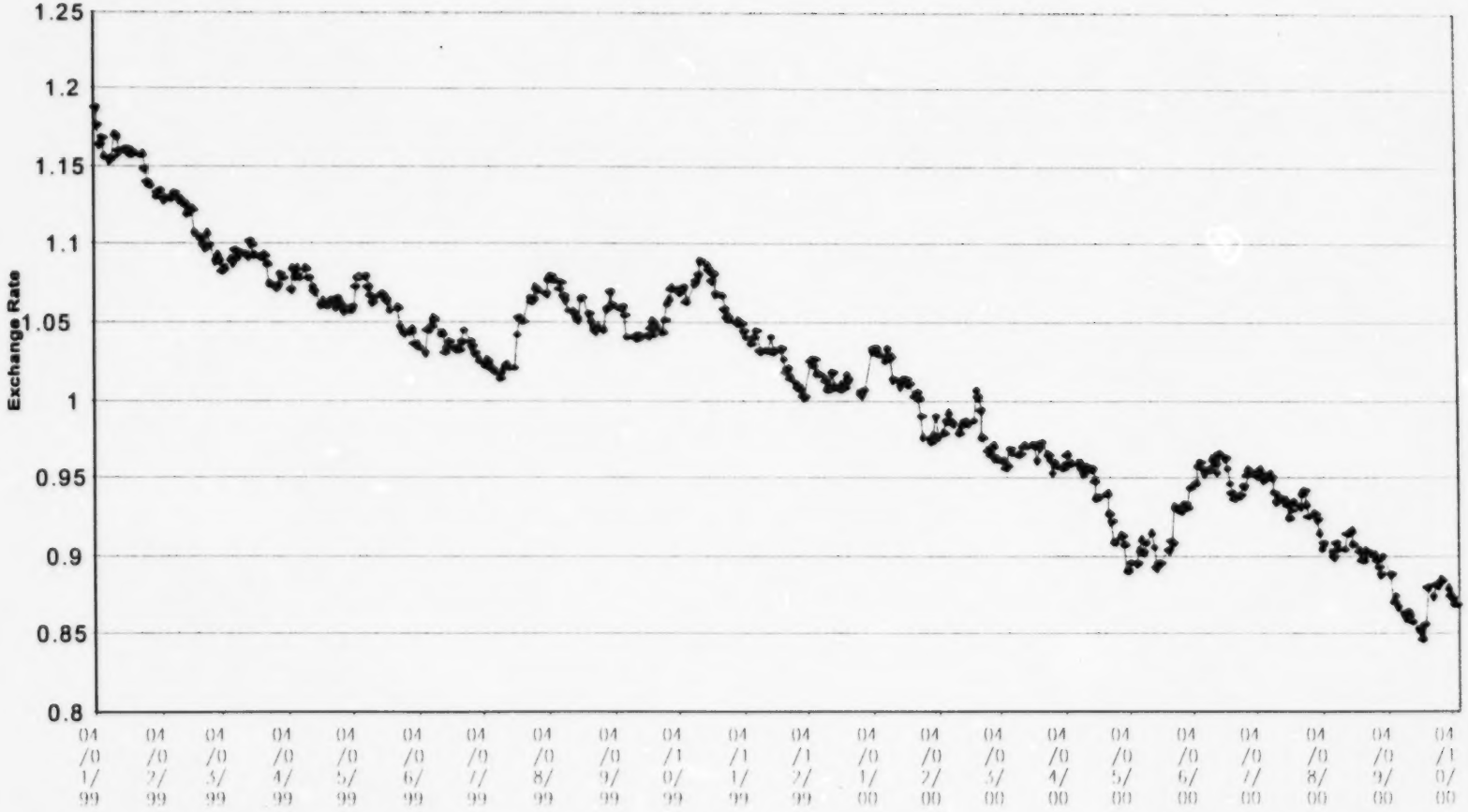
(1) Il convient de noter que la France, l'Allemagne et l'Italie ont les économies les plus importantes du groupe Euro-11. Les autres pays membres de l'Union monétaire sont l'Autriche (schilling), la Belgique (franc belge), la Finlande (mark finlandais), l'Irlande (lire irlandaise), le Luxembourg (franc), les Pays-Bas (florin), le Portugal (escudo) et l'Espagne (peseta). L'Union européenne comprend 15 pays. Quatre ont quitté l'Union économique et monétaire, à savoir la Suède, le Danemark, la Norvège et le Royaume-Uni.

(2) Les transactions de change et les opérations sur le marché monétaire se font déjà en euros.

(3) Selon ces critères, les pays membres ne peuvent accumuler de déficits représentant plus de 3 p. 100 de leur PIB ni afficher un ratio de la dette au PIB supérieur à 60 p. 100.

(4) Voir, par exemple, l'enquête menée par la Deutsche Bank Research (2000).

Figure 1 : Taux de change quotidien : dollar américain par euro



Exchange Rate = Taux de change

BIBLIOTHÈQUE DU PARLEMENT

LES ARGUMENTS EN FAVEUR D'UNE UMNA

Avant d'analyser les divers arguments présentés lors de la Conférence sur l'économie politique de l'intégration monétaire – les enseignements de l'expérience européenne pour le Canada, qui s'est tenue à Ottawa en septembre 2000, il serait bon de passer en revue les principaux éléments de l'argumentation de M. Thomas Courchene et M. Richard Harris. Cette argumentation repose sur deux hypothèses clés.

- En premier lieu, le régime de taux de change souple n'a pas été bénéfique pour le Canada, contrairement à ce que le gouverneur de la Banque du Canada, M. Gordon Thiessen et d'autres éminents économistes affirment. En fait, selon MM. Courchene et Harris, en régime de taux de change souple la monnaie a tendance à aller « au-delà » du taux de parité des pouvoirs d'achat à long terme et donc à ne pas « cadrer » avec les facteurs fondamentaux d'ordre économique et financier[(5)]. Cela s'accompagne de distorsions et de coûts importants.
- En second lieu, le Canada doit chercher à créer une union monétaire nord-américaine dès à présent ou subir les effets d'une dollarisation croissante, phénomène qui, selon eux, est déjà bien entamé et qui ne devrait pas se révéler si bénéfique pour le Canada[(6)].

MM. Courchene et Harris estiment qu'une union monétaire analogue à l'Union monétaire européenne présenterait trois avantages clés :

- Premièrement, elle permettrait d'atténuer en partie l'incertitude économique inhérente à tout régime de taux de change souple. Cette incertitude est coûteuse pour les entreprises, car elle les contraint à adopter des stratégies compliquées et parfois risquées pour se protéger. Elles doivent embaucher des détenteurs de doctorats en finances publiques et en mathématiques pour s'assurer que leurs investissements, par ailleurs sûrs, le demeurent en cas de variations soudaines du cours des devises. Actuellement, les entreprises désireuses d'éviter de courir ces risques et d'engager ces coûts ont tendance à investir de préférence aux États-Unis.

---

(5) En d'autres termes, nous sommes toujours en déséquilibre et nos prix relatifs sont faussés le plus souvent.

(6) Peu de preuves sont présentées pour défendre ce point de vue. En fait, MM. Laidler et Poschmann (2000, p. 9, cité par Spotton Visano, p. 10) estiment que le degré de dollarisation actuel est quasiment identique à celui qui existait dans les années 1970.

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHEQUE DU PARLEMENT

MM. Courchene et Harris laissent entendre que le mauvais alignement du dollar canadien (à cause du régime de taux de change souple) a, de plus, faussé les signaux que représentent les prix et, partant, a protégé de nombreuses entreprises exportatrices canadiennes, ce qui a également nui à la productivité du pays. En d'autres termes, le régime de taux de change souple a tellement faussé les prix que les entreprises ont pris de mauvaises décisions en matière d'investissement à long terme. De même, en cas d'union monétaire, les entreprises canadiennes, aujourd'hui incapables de verser des salaires en dollars US, n'auraient plus à s'inquiéter de ne pas pouvoir retenir les travailleurs attirés par les États-Unis.

- Deuxièmement, abandonner le régime de taux de change flexible pour adopter un mécanisme du type UMNA permettrait de réduire les coûts des transactions associés à la conversion des monnaies. De même, les coûts liés à la publication des résultats financiers en deux monnaies seraient moindres s'il y avait une union monétaire.
- Troisièmement, l'adoption d'un régime de change fixe ou la création d'une union monétaire nord-américaine encouragerait une certaine flexibilité des salaires et des prix, ce qui commence à se manifester en Europe. Autrement dit, les chocs de la demande et de l'offre ne seraient plus absorbés par le taux de change mais par les salaires et les prix, « à mesure que les entreprises et les travailleurs se rendraient compte de leur position concurrentielle en Amérique du Nord » (Courchene et Harris, Introduction : « Main Findings », 1999)[7].

LA THÉORIE SOUS-JACENTE : LES ZONES MONÉTAIRES OPTIMALES DE MUNDELL

La plupart des arguments en faveur d'une UMNA et même de toute variante de la monnaie unique s'appuient sur les travaux de M. Robert Mundell, qui a obtenu un prix Nobel notamment pour sa théorie sur les « zones monétaires optimales ». Brièvement, cette théorie veut que toute zone monétaire optimale ait une forte mobilité du travail et des capitaux, un degré élevé d'intégration des marchés de marchandises et un cycle économique synchronisé, au niveau temporel et pour ce qui est de l'amplitude. Autrement dit, la zone visée devrait *déjà* se caractériser par de forts liens économiques. Dans son premier travail, datant de 1961,

---

(7) On sait que, si la monnaie n'absorbe pas les chocs, c'est au niveau de l'économie réelle que cela se fera. Ce que l'on ignore, c'est la mesure dans laquelle le choc sera absorbé par les prix ou par la production.

M. Mundell proposait une zone à deux monnaies pour le Canada et les États-Unis : une reliant la partie orientale et l'autre, regroupant la partie occidentale des deux pays. L'argumentation de MM. Courchene et Harris repose sur la même observation, à savoir que les liens économiques se font de plus en plus (beaucoup plus que dans les années 1960) entre le Nord et le Sud plutôt qu'entre l'Est et l'Ouest[8].

M. Alain Parguez, professeur à l'Université de Bourgogne en France, a soutenu lors de la conférence que la défense d'une zone monétaire optimale s'appuie sur une théorie encore plus ancienne. Au XIX^{e} siècle, l'économiste Karl Menger avait en effet prétendu que le choix du moyen de paiement se faisait traditionnellement sans l'intervention de l'État. En bref, chacun finit par se rendre compte qu'il est dans son propre intérêt d'adopter une monnaie unique pour réduire au maximum les coûts de transaction. Cela signifie que l'existence de multiples monnaies est onéreuse. Pour des raisons d'efficience économique, il faut une monnaie unique, ce qu'un marché libre assurera. C'est là le fondement historique et théorique de l'argumentation de M. Mundell.

LES ARGUMENTS CONTRE UNE UMNA

Un certain nombre d'économistes canadiens de renom – notamment M. David Laidler (1999) et M. John McCallum (2000) – se sont élevés contre le projet d'UMNA, affirmant en gros que le régime existant de taux de change souple avait été bénéfique pour le Canada. Ils ont présenté deux arguments :

- Le premier argument veut qu'un régime de taux de change flottant protège l'économie contre les chocs économiques néfastes, comme une flambée des prix du pétrole ou une crise financière, telle la débâcle asiatique survenue en 1997-1998. Faute d'un tel régime, un choc néfaste pourrait se traduire rapidement et douloureusement par une hausse du chômage et un déclin de la production, en supposant une certaine « rigidité » des salaires. En effet, les travailleurs acceptent rarement des baisses de leurs salaires en termes nominaux, bien qu'ils ne s'opposent pas à ce que l'inflation sape la valeur réelle de leur salaire. Ils souffrent donc peut-être d'une sorte d'illusion monétaire, convaincus qu'ils sont que leur revenu n'a pas

(8) Ces arguments s'appuient en fin de compte sur l'analyse classique traditionnelle, qui accorde la primauté au rôle de la monnaie comme moyen de paiement et, par conséquent, suppose la neutralité de celle-ci à long terme.

changé, alors qu'il a reculé en termes réels. Une autre explication veut qu'ils s'inquiètent de leur place relative dans la société. Dans ce cas, les travailleurs seront peut-être disposés à accepter une baisse de salaire réelle provenant d'une augmentation généralisée des prix pour une raison purement rationnelle : chacun est touché plus ou moins de la même façon, si bien qu'il n'y a aucune perte relative de statut social, surtout dans son entourage immédiat. Une baisse de salaire en termes nominaux se reflétera, cependant, par une détérioration de la position relative du travailleur parmi ses pairs(9). Si les salaires ne sont pas rigides, les prix et les salaires nominaux absorberont la totalité du choc, ce qui pourrait se répercuter sur la demande, et donc se traduire par un recul de la production et une hausse du chômage(10).

- Le second argument, qui vient compléter le premier, est que l'économie canadienne est en fait assez différente de celle des États-Unis, car la production du Canada provient en grande partie du secteur des matières premières et doit être exportée en raison d'une demande interne insuffisante. Les États-Unis, en revanche, souffrent d'un excès chronique de demande et d'une insuffisance des exportations. Selon M. Laidler (cité par Spotton Visano, p. 11), cela signifierait que « le taux de change réel du dollar canadien par rapport au dollar américain, soit la valeur relative d'un panier représentatif de produits et de services canadiens exprimée en dollars US, doit changer, quel que soit le régime régissant le comportement du taux de change nominal ». Donc, étant donné les différences de nature des économies américaine et canadienne, une monnaie commune ne peut se justifier du point de vue économique.

---

(9) Cet argument est de toute évidence étroitement lié aux notions de justice et de position sociale. M. George Akerlof et M^me^ Janet Yellen se sont penchés sur la question dans un article fondamental paru en 1990 dans le *Quarterly Journal of Economics* et intitulé « The Fair Wage Effort Hypothesis and Unemployment ».

(10) Il suffit de se souvenir que la dette est estimée en termes nominaux. En d'autres termes, une dette de 100 $ avant un choc économique constitue toujours une dette de 100 $ après le choc. S'il s'agit d'une déflation (comme celle issue de la crise financière asiatique), la population verra qu'il est plus difficile de rembourser sa dette et donc aura à consacrer une portion plus importante de son revenu au remboursement de sa dette plutôt qu'à la consommation. La « valeur réelle » de la dette aura donc augmenté. La dette réelle n'est que le ratio de la dette aux prix : une baisse des prix a pour effet de relever ce ratio; l'inverse est également vrai en cas d'inflation.

L'EXPÉRIENCE EUROPÉENNE VUE DE PLUS PRÈS : ANALYSE DES CONFÉRENCIERS

Il est intéressant de noter que l'UEM a été créée bien que, de l'avis général, elle ne réponde pas aux critères d'une zone monétaire optimale[11]. L'économiste américain Thomas Palley, du puissant syndicat AFL-CIO, a déclaré lors de la conférence que la création d'une union monétaire et, surtout, la poursuite d'une cible d'inflation de 2 p. 100 (selon un indice des prix à la consommation harmonisé), en l'absence d'une zone monétaire optimale, pourrait s'avérer onéreuse notamment pour les travailleurs; en effet ces derniers seraient les premiers touchés par cette politique, puisqu'elle se soldera par une hausse du chômage. En gros, l'économiste estime que la politique monétaire pourrait avoir des effets radicalement différents selon les régions, l'intégration n'y étant pas parfaite [12]. M. Palley a ensuite présenté certains nouveaux tests empiriques permettant d'évaluer si une région constitue effectivement une zone monétaire optimale. À l'instar de MM. Mundell, Courchene et Harris, il a trouvé certains signes que le Canada et les États-Unis sont compatibles. Mais il n'en a pas conclu pour autant qu'une union monétaire est une bonne idée pour le Canada, car il craint essentiellement une perte d'autonomie en matière budgétaire, ce avec quoi un grand nombre des participants à la conférence étaient d'accord.

M^me^ Stephanie Bell, professeur à l'Université du Missouri à Kansas City, a dit entretenir les mêmes craintes. À son avis, l'adhésion à l'Union économique et monétaire, et partant, toute adhésion à une union monétaire nord-américaine, revient à conduire un véhicule sans volant. Son principal argument est que, dans les faits, l'UEM ravit aux États-nations leur autorité en matière budgétaire, qu'il y ait ou non des contraintes liées au financement des déficits ou au ratio d'endettement prévues dans des accords comme le Traité de Maastricht et le Pacte de

---

(11) Voir Tamim Bayoumi et Barry Eichengreen, « Shocking Aspects of European Monetary Unification », F. Giavazzi et F. Torres, éditeurs, *The Transition to Economic and Monetary Union in Europe*, New York: Cambridge University Press, 1993.

(12) Nous nous servirons d'une analogie pour mieux faire comprendre l'argumentation de M. Palley. Prenons le cas d'un enseignant, dont la classe est composée d'étudiants présentant tous des capacités différentes. Si l'enseignant s'adresse aux meilleurs d'entre eux, les plus faibles en souffriront. De même, s'il vise les plus faibles, les meilleurs s'ennuieront. Le premier scénario rappelle ce qui se passerait en cas de taux d'intérêt élevés, situation qui nuirait aux pauvres et augmenterait le chômage. Le second illustre ce qui se produirait si les taux d'intérêt étaient bas, situation inflationniste. Nous voulons ainsi illustrer les disparités entre les économies des onze pays membres de l'UEM et leur taux de chômage respectif.

stabilité et de croissance. Son raisonnement est simple : parce que les banques centrales des États ne sont plus autorisées à émettre de bons du Trésor au nom de leur gouvernement et parce que la Banque centrale européenne (BCE) n'est pas autorisée à monétiser la dette publique, que ce soit directement ou indirectement, les gouvernements désireux de relancer l'économie par la voie du déficit budgétaire n'ont d'autre choix que d'émettre des obligations sur les marchés des capitaux, où ils doivent livrer concurrence aux emprunteurs privés. Madame Bell juge « qu'il se pourrait fort bien que les marchés financiers, s'ils peuvent estimer le risque correctement, soient en mesure d'imposer une certaine discipline en limitant les dépenses publiques sans qu'il soit besoin de recourir à des pénalités en cas de violation des règles budgétaires » (Bell, p. 21). Cet argument a pour corollaire, bien sûr, que les États-nations endettés (du groupe de l'Euro-11) ne seraient plus considérés comme ne présentant aucun risque de défaillance, comme c'est le cas actuellement des États-Unis, du Canada et d'autres grands pays qui peuvent, en dernier recours, rembourser leurs dettes en faisant marcher la « planche à billets »[13]. En définitive, les 11 pays de la zone euro ayant de forts ratios d'endettement devront emprunter moyennant des taux d'intérêt plus élevés et verront, par conséquent, leur marge de manœuvre se rétrécir en matière budgétaire. Les répercussions de cet état de choses pour le Canada sont claires : toute tentative d'adoption d'un système de structure analogue à celle de l'UEM réduira en fait la latitude dont jouit le gouvernement canadien d'adopter des politiques budgétaires autonomes et viables économiquement.

M. Marcello de Cecco, professeur à l'Université de Rome « La Sapienza », a souligné, après avoir analysé la situation de l'euro du point de vue historique et géopolitique, que l'Allemagne, la France et l'Italie (du Nord) constituent le cœur de l'assise industrielle européenne et le moteur de la zone euro. Cette région – dont la puissance économique est équivalente à celle des États-Unis et du Japon – est essentiellement mue par une économie à vocation exportatrice, comme le Japon. Ce sont les États-Unis qui sont, dans une certaine mesure, à l'origine de cette orientation, puisqu'ils ont garanti l'accès à leur marché (et donc à leur demande globale) à l'issue de la Seconde Guerre mondiale, dans le cadre d'une tentative plus large de stabilisation du secteur (politique similaire à celle poursuivie avec le Japon). En s'appuyant sur son analyse historique, de

(13) Évidemment, tout pays faisant appel à ce mécanisme pourrait perdre de sa crédibilité au sein de la communauté financière internationale, car la valeur « réelle » de ses remboursements pourrait être très faible, pour cause de résurgence de l'inflation et de dépréciation du taux de change.

Cecco avait prédit avec justesse dès le départ que l'euro perdrait de sa valeur vis-à-vis du dollar américain, ne serait-ce que par nécessité : les politiciens de la zone enverraient les signaux nécessaires – sous la pression de leurs secteurs manufacturiers respectifs, pour que la valeur de l'euro chute, pour la simple raison que la demande interne ne pourrait maintenir le rythme de la production. Parallèlement, la réserve fédérale américaine a, dans les faits, assuré la vigueur du dollar en maintenant des taux d'intérêt élevés (en termes relatifs). Les implications de l'argument de M. de Cecco pour le Canada sont un peu moins claires, bien que le Canada dépende fortement de ses exportations à destination du marché américain. Il n'en demeure pas moins que, comme M^me^ Bell, M. de Cecco s'inquiète de l'absence de contrôle en matière budgétaire en cas d'adhésion à une union monétaire et ne préconise pas un tel système dans le cas du Canada.

M. James Dean, professeur à l'Université Simon Fraser, a laissé entendre, en s'appuyant sur son analyse de la dollarisation « *de facto* » s'opérant en Amérique latine, que le Canada n'est pas un bon candidat pour la dollarisation. Selon lui, l'Amérique latine devrait adopter « légalement » le dollar pour quatre grandes raisons, dont aucune ne s'applique au Canada.

- Bien que la plupart des pays de l'Amérique latine soient en principe dotés de taux de change souples, les monnaies ne se déprécient pratiquement jamais, car toute fluctuation à la baisse du taux de change se traduit rapidement par une hausse des prix internes. Cela tient, du moins en partie, aux clauses d'indexation sur le coût de la vie dont s'accompagnent les salaires dans un grand nombre de ces pays. La politique de change est donc inopérante.
- La dépréciation de la monnaie en termes nominaux (l'un des principaux avantages d'un régime de taux de change souple) est devenue trop périlleuse, en raison du fort volume de titres de dette libellé en dollars détenus par les résidents de ces pays.
- L'usage non officiel du billet vert est si répandu qu'il pourrait être quasiment impossible de recourir de nouveau à de la monnaie nationale, sauf mesures draconiennes du gouvernement. Cela résulte, du moins en partie, des « externalités de réseau », c'est-à-dire du fait que l'utilisation fréquente et publique du dollar par certains a pour effet de rendre cette pratique plus acceptée généralement par d'autres.
- La dollarisation *de facto* accroît les primes pour risque de change qui sont incorporées dans les taux d'intérêt en Amérique latine, du fait notamment que tant de titres de dette sont

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHEQUE DU PARLEMENT

libellés en dollars américains et que le gouvernement a une capacité limitée de rembourser ces titres.

Selon M. Dean, le Canada ne souffre d'aucun de ces problèmes, du moins de façon notable. Il défend son point de vue en présentant quatre arguments.

- Tout d'abord, le Canada utilise peu le dollar américain dans les transactions quotidiennes, contrairement aux pays d'Amérique latine. Par ailleurs, les salaires n'y sont pas indexés de façon aussi généralisée qu'en Amérique latine, et la Banque du Canada a fait en sorte de contrôler l'évolution de l'inflation.
- En second lieu, il est difficile, voire impossible, aux pays d'Amérique latine de vendre des obligations libellées en monnaie nationale, ce qui n'est pas le cas du Canada.
- En troisième lieu, même si les banques canadiennes sont des débitrices nettes en dollars US, elles génèrent, de même que les entreprises canadiennes, des revenus importants dans cette monnaie. Leurs bilans sont également en général beaucoup mieux gérés que ceux de leurs homologues latino-américaines. En d'autres termes, elles n'ont aucun mal à honorer leurs engagements et sont relativement peu touchées par des changements spectaculaires du cours de la monnaie.
- En quatrième lieu, facteur le plus important, les taux d'intérêt sont, depuis un certain temps déjà, plus bas au Canada qu'aux États-Unis, alors que dans les pays d'Amérique latine ils sont en général plus élevés qu'aux États-Unis (prime de risque incorporée). Cela signifie donc que le Canada dispose encore d'une latitude importante pour mener une politique monétaire et budgétaire indépendante.

M. Parguez, quant à lui, s'est intéressé à ce que signifierait concrètement une UMNA. Il s'est demandé, par exemple, comment les dollars canadiens et les pesos mexicains seraient convertis en dollars américains. (Selon lui, il est peu probable que les États-Unis abandonnent leur monnaie, ce qui signifie que le Canada et le Mexique devraient adopter le dollar vert.) Comment la nouvelle banque centrale répartirait-elle la masse monétaire entre les trois pays? Quelles seraient les conséquences institutionnelles d'une UMNA? En s'appuyant sur ses connaissances de l'union économique et monétaire, M. Parguez a déclaré que les dollars canadiens et les pesos mexicains seraient probablement convertis en dollars américains sur la base de leur cours moyen (ou à long terme), l'ALENA ayant établi une union économique *de facto* entre les

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHÈQUE DU PARLEMENT

trois nations. Le Canada et le Mexique y perdraient, puisque leurs monnaies sont sous-évaluées par rapport au dollar américain[14].

M. Philip Arestis (Université South Bank, au Royaume Uni) a analysé des théories contradictoires expliquant le recul spectaculaire de l'euro depuis sa création en 1999 (voir figure 1). Avec ses corédacteurs (voir notice bibliographique), il a rejeté les arguments selon lesquels la chute de l'euro (de 15 p. 100 pour ce qui est de la parité de pouvoir d'achat, selon les travaux menés par la Deutsche Bank Research) s'explique par des circonstances de brève durée qui ne représentent guère plus qu'un « manque de chance ». Selon eux, cet écart a des causes sous-jacentes discernables. D'autres ont laissé entendre que les différentiels de taux d'intérêt sont à l'origine du déclin de l'euro. Or, à l'analyse, il se révèle que ces derniers sont demeurés à peu près constants en termes réels depuis janvier 1999. Les économistes en concluent donc que le gros du déclin tient probablement aux sorties d'investissement à long terme d'Europe, lesquelles s'expliquent par les rendements plus attrayants qu'offre une économie américaine en pleine expansion. Ces sorties de fond traduisent, notamment du moins, un manque de confiance en l'euro, lui-même attribuable à des facteurs économiques fondamentaux moins solides en Europe (chômage plus élevé, endettement plus important, etc.). Contrairement à la plupart des commentateurs, M. Arestis n'en conclut cependant pas que l'Europe doit affaiblir les institutions qui régissent son marché du travail ni adhérer plus étroitement aux impératifs financiers (ratio d'endettement, etc.). Selon lui, l'Europe n'a pas ce dont jouissent les États-Unis, à savoir une demande globale forte (même si cette demande est tirée par un endettement record des consommateurs). Pour en arriver au même point au Canada, il faudrait des politiques budgétaires et monétaires concertées, ce qui est pratiquement impossible compte tenu du système en vigueur, dans le cadre duquel les institutions politiques (œuvrant au niveau national) et les institutions monétaires (œuvrant au niveau supranational) sont distinctes.

M. John Smithin (de l'Université York) et M. Markus Marterbauer (de l'Institut autrichien de recherche économique) ont élaboré un modèle de petite économie ouverte membre d'une union monétaire, qui a permis de démontrer que, si l'on tient compte de certaines hypothèses et des contraintes imposées par les divers traités européens, la marge de manœuvre nécessaire à une politique budgétaire indépendante est fortement réduite. Dans le groupe

(14) C'est là un élément clé de l'argumentation de MM. Courchene et Harris.

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHEQUE DU PARLEMENT

Euro-11, « seules les différences de taux d'imposition permettraient des écarts dans les taux de dépenses » (MM. Smithin et Marterbauer, p. 22). Leur modèle indique que, toutes choses égales d'ailleurs, les impôts peuvent être plus élevés dans un pays A que dans un pays B si la productivité et les prix attendus y sont plus élevés et si les taux de profit après impôt, les taux d'intérêt nominaux et les salaires après impôt y sont plus faibles. Étant donné que les taux d'intérêt nominaux sont établis au niveau supranational, les petites économies ouvertes membres d'une union monétaire ne peuvent que relever les impôts (et donc les dépenses) que si la productivité et l'inflation attendue augmentent ou si les salaires après impôt reculent. En revanche, des pressions s'exerceront, par la voie de la concurrence, en vue d'une harmonisation des taux d'imposition. Selon l'analyse classique, les taux d'imposition chuteront pour la plupart des facteurs mobiles (capitaux, main-d'œuvre fortement spécialisée) et grimperont pour les facteurs les moins mobiles (main-d'œuvre moins spécialisée). En fin de compte, ce sera le monde du travail qui sera le plus touché par la transition vers une union monétaire. Une fois encore, l'argumentation de MM. Smithin et Marterbauer s'appuient sur la notion que le groupe de l'Euro-11 ne répond pas en réalité aux critères d'une zone monétaire optimale. En d'autres termes, même si la main d'œuvre est parfaitement mobile dans les textes législatifs, elle ne l'est pas en fait (en raison des barrières linguistiques, de l'attachement à ses racines, de l'imperfection des renseignements, etc.).

Enfin, M^me^ Brenda Spotton Visano s'est penchée sur la façon dont la technologie pourrait influer sur les unions monétaires existantes et futures. Plus précisément, elle s'est demandée si la technologie avait cassé le mécanisme de transmission (présumé) entre la politique monétaire et l'économie réelle. D'après cette économiste, compte tenu « des progrès récents en matière de processus et de structure des marchés de capitaux, le monopole des banques centrales en matière de compensation des soldes de règlements définitifs – monopole qui est d'une importance critique pour toute autorité monétaire – est véritablement menacé ». Autrement dit, étant donné la rapidité de l'évolution technologique, qui permet de concevoir qu'un système privé de compensation fonctionne sans banque centrale, l'idée d'union monétaire et, partant, les banques centrales autres que la réserve fédérale américaine pourraient devenir obsolètes.

CONCLUSION

La quasi-totalité des conférenciers a présenté des arguments et des données suggérant que l'union monétaire avec les États-Unis et le Mexique pourrait ne pas être dans le meilleur intérêt d'un Canada souverain, surtout si ce dernier désire poursuivre une politique budgétaire et monétaire autonome. Même si rares ont été ceux qui ont contesté les avantages présumés d'une union monétaire (réduction de l'incertitude et des coûts de transaction), la plupart ont estimé que ces avantages étaient somme toute modestes, surtout par rapport aux coûts éventuels d'une perte de contrôle en matière de politique économique. De fait, certains commentateurs n'étaient pas convaincus que l'Europe ou l'Amérique du Nord constituent des zones monétaires optimales. Certains ont même suggéré que les États-Unis ne peuvent logiquement être considérés comme une zone monétaire optimale, étant donné les importantes différences économiques qui existent entre l'Ouest (les industries du spectacle, la haute technologie et la fabrication d'avions), l'Est (les centres industriels et financiers), sans mentionner les disparités majeures entre les régions du Nord (les cultures du blé et du canola et l'élevage laitier sur grande échelle, quelques industries) et celles du Sud (l'agriculture, le pétrole et le gaz). En fait, ces écarts étaient encore plus prononcés lorsque le dollar américain a fait son apparition. L'existence d'une monnaie unique aux États-Unis et dans la plupart des pays illustre le fait que les facteurs géopolitiques et historiques sont et continueront probablement d'être des conditions nécessaires au maintien d'une monnaie solide et saine. La plupart des auteurs ont en effet insisté sur le fait que l'échec de l'euro provient de la scission entre le politique et l'économique. La seule solution viable pour l'euro serait, semble-t-il, de transférer le processus politique au niveau supranational – auquel se prennent déjà les décisions d'ordre monétaire et économique. Il en va de même pour le Canada, selon eux[15].

---

(15) Selon certains commentateurs, cela expliquerait pourquoi le bloc québécois appuie les propositions d'UMNA.

BIBLIOGRAPHIE

Travaux présentés par les conférenciers :

- Arestis, Philip, Iris Biefang-Frisancho Mariscal, Andrew Brown et Malcolm Sawyer. « The Cause of Euro Instability ». 2000.
- Bell, Stephanie. « Common Currency Lessons from Europe: Have Member States Forsaken their Economic Steering Wheels? », 2000.
- Dean, James. « Why Ecuador is Ripe for Dollarization, but not Canada ». 2000.
- De Cecco, Marcello. « The Euro: A Preliminary Assessment ». 2000.
- Palley, Thomas I. « Monetary Policy in Imperfect Currency Unions: Lessons for the European Central Bank ». 2000.
- Parguez, Alain. « The Theory and Practice of European Monetary Integration: Lessons for North America ». 2000.
- Smithin, John et Markus Marterbauer. « Fiscal Policy for the Small Open Economy under Currency Union ». 2000.
- Spotton Visano, Brenda. « Electronic Finance and Exchange Rate Regimes: Industry Changes and the Question of a Single North American Currency ». 2000.
- Vernengo, Matias et Louis-Philippe Rochon. « Does NAFTA Need a Common Currency: An American Perspective ». 2000.

Autres :

Beauchene, Eric. « Alliance Adds Single Currency to Debate ». *The Ottawa Citizen,* le mercredi 18 octobre 2000.

Courchene, Thomas J. et Richard G. Harris. « From Fixing to Monetary Union: Options for North American Currency Integration ». C.D. Howe Institute. 1999.

Laidler, David. « The Exchange Rate Regime and Canada's Monetary Order ». Banque du Canada – document de travail 99-7. 1999.

Laidler, D. et F. Poschmann. « Leaving Well Enough Alone: Canada's Monetary Order in a Changing International Environment ». C.D. Howe Institute. 2000.

McCallum, John. « Engaging the Debate: Costs and Benefits of a North American Common Currency ». *Analyse conjoncturelle* (Banque Royale du Canada). 2000.